

**宏观与策略-11月份PPI和CPI将继续回落，等待政策逐步放宽**

- ❖ **工业品出厂价格整体继续下跌。**根据国家统计局发布的11月份全国重点企业工业品出厂价格总体依然维持下跌态势。煤炭价格依然保持坚挺。钢材价格在11月下旬止跌企稳，而铁矿石价格月内录得大幅下跌。前期跌幅巨大的有色金属方面，铜价略有回升，锌价跌势放缓，而铝价继续下滑。化工产品方面，除烧碱外主要化工品种价格均录得下滑。工业品出厂价的持续下滑，表明需求端偏弱，印证了经济增速放缓的事实。
- ❖ **食品价格继续下滑。**根据国家统计局公布的11月上旬和中旬50城市主要食品价格变动情况，猪肉价格继续下降，鸡肉和鸡蛋价格也有小幅下滑。牛羊肉价格继续小幅上涨。10月份跌幅较大的部分蔬菜价格出现反弹(黄瓜、豆角)，而白菜、油菜和芹菜价格继续下跌，其中白菜价格跌幅较大。其他食品如大米、面粉、豆制品和植物油等基本保持稳定。总体而言，食品价格在11月份延续了下降的态势。
- ❖ **PPI增速将继续下探，CPI涨幅继续回落。**我们维持之前判断，翘尾因素影响在11月份继续衰减，而期内食品价格继续回落，房价下降势头更加明显，物价上涨已得到遏制。我们初步预计11月份CPI涨幅区间为4.6%-4.9%。PPI方面，继上个月PPI涨幅大幅下降至5.0%之后，预计11月份将继续回落至5%以下。
- ❖ **“抗通胀”将逐步转为“保增长”。**在通胀受控的同时，经济增速放缓的趋势也更加清晰。11月份汇丰PMI初值降至48，较10月份大幅下降3.4个点，为近32个月的最低点。我们认为，明年决策层的专注点将逐步由“抗通胀”转向“保增长”。但是这并不意味着宏观政策会出现全面的、剧烈的转向，因为政策骤然宽松可能导致CPI的大幅反弹。目前，政策的“定向宽松”已经启动，“预调微调”也已经开始。10月份外汇占款出现2008年以来第一次下降，也为决策层放松政策留有余地。尽管如此，我们仍认为，决策层对于货币政策的放松始终持谨慎态度，货币政策的宽松将仅仅是“有限度的”宽松。

**重点企业部分工业品出厂价格变动**

	11月20日	11月5日
无烟煤	0.0%	1.3%
焦煤	1.4%	1.3%
原油	0.0%	-4.5%
汽油	-0.3%	0.0%
柴油	-0.1%	0.3%
大型钢材	0.1%	-5.1%
中型钢材	0.3%	-4.3%
小型钢材	-1.2%	-4.6%
线材	1.0%	-2.3%
铁矿石(炼钢)	-8.0%	-8.5%
铜	-3.8%	12.8%
铝	-1.5%	-0.7%
锌	-1.5%	4.4%
水泥	-0.3%	0.2%

来源: 中国国家统计局

**50城市部分食品均价变动**

	11月中旬	11月上旬
大米	0.0%	0.0%
标准面粉	-0.2%	0.0%
豆制品	0.3%	0.0%
花生油	-0.2%	0.4%
大豆油	0.1%	-0.2%
猪肉	-2.1%	-2.2%
牛肉	0.2%	0.1%
羊肉	0.9%	1.4%
鸡肉	-0.1%	-0.8%
鸡蛋	-1.2%	-1.5%
鲤鱼	-0.8%	-1.3%
大白菜	-9.0%	-9.5%
油菜	3.1%	-7.4%
芹菜	-3.9%	-8.5%
黄瓜	13.6%	2.5%
西红柿	3.0%	-1.1%
豆角	6.1%	1.5%
马铃薯	0.4%	0.7%
苹果	-0.2%	0.3%
香蕉	2.1%	1.9%
牛奶	0.2%	0.1%

来源: 中国国家统计局

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

**买入** : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%  
**持有** : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间  
**卖出** : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%  
**未评级** : 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。